

Morning Meeting Brief

Fixed Income

美 국채, 2Q에도 수급 우려 크다

- 美 장기금리 변동성 확대의 원인은 관세 충격에서 촉발된 정책 불신, 수급 우려
- 미국 정부의 2Q 자금 차입 계획, 2월 발표 규모보다 많아. 3분기까지 증가세
- 2025년 재정적자 누적액은 2021년만큼 많아. 미 국채 수급 불안 '상존'

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 미중 갈등 소화 중, 주도주 약재에도 코스피 흐름 견조

- 미중 협상, 실적&경제지표 경계 속 정중동(靜中動)
- 산업은행, 한화오션 지분매각 시도
- 업종별 이슈에 따른 순환매

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 삼성전기 : 1Q 호조, 체질 변화에 주력

- 1Q25 영업이익은 -62억원(적지 qoq/yoy), 컨센서스 하회
- 2Q25 영업이익은 60억원 흑전(qoq/-44.9% yoy) 추정
- 2025년 2Q 시향 MLB 매출 시작 / 하반기 FC BGA 매출 증가 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

[1Q25 Review] 대덕전자: 점진적인 턴어라운드, 2Q 흑자전환 예상

- 1Q25 영업이익은 2,005억원(9.2% yoy/74.3% qoq), 컨센서스 상회
- 중국 EV향 MLCC 공급 증가, 믹스 효과로 수익성 견인
- 휴머노이드, 유리기판 등 중기적으로 신성장 추진

박강호. kangho.park@daishin.com

[1Q25 Review] 크래프톤: 펄지 저력 재확인, 기대 이상의 신작들

- 1Q 실적은 컨센 상회. 전 플랫폼 견조, 특히, 모바일 중국이 서프를 견인
- 모바일 매출 성장 반영, 2025년 실적 상향 조정. 이에 따라 TP 15% 상향
- 2H25 신작 역시 기대감 높으며, 연간 이익은 20% 이상 성장 전망. 탑픽 유지

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 하이브: 공연&MD 매출 호조세 지속

- 1Q 방문객 수 및 드롭액 각각 YOY +5%, 5.5%로 질적 성장세 지속
- 올해 9월K-HIT 마스터 플랜 발표 예정. 新성장동력 가시화되는 시점
- 폐광기금 소송 승소 시 배당수익률 7% 예상되어 배당 매력 확대될 전망

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[1Q25 Review] 강원랜드: 견조한 탑라인 성장세 기대치 부합

- 1Q 방문객 수 및 드롭액 각각 YOY +5%, 5.5%로 질적 성장세 지속
- 올해 9월K-HIT 마스터 플랜 발표 예정. 新성장동력 가시화되는 시점
- 폐광기금 소송 승소 시 배당수익률 7% 예상되어 배당 매력 확대될 전망

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[1Q25 Review] 에스티팜: 실적은 매 분기 성장, 하반기 모멘텀도 보유

- 1Q25 연결 매출 524억원(+1.4%yoy), 영업이익 10억원(-45.5%yoy)
- 원가율 상승 및 각종 비용 증가로 컨센서스 하회하는 실적 기록
- 연내 납기 예정 올리고 약 2,200억원으로, 연간 매출 목표 달성 가능 전망

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동rak
dongrak.kong@daishin.com

美 국채, 2Q에도 수급 우려 크다

- 美 장기금리 변동성 확대의 원인은 관세 충격에서 촉발된 정책 불신, 수급 우려
- 미국 정부의 2Q 자금 차입 계획, 2월 발표 규모보다 많아. 3분기까지 증가세
- 2025년 재정적자 누적액은 2021년만큼 많아. 미 국채 수급 불안 '상존'

미국 국채시장에서의 수급 우려가 2분기에도 이어질 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 시장금리 상승 변동성 분출에 대한 부담 역시 당분간 지속될 전망이다.

당사는 최근 미국 국채금리, 특히 장기금리의 급격한 상승 및 변동성 확대에 대해 트럼프 행정부의 상호 관세 부과 이후 촉발된 정책 불신에 따른 것이란 견해를 밝힌 바 있다. 또한 보다 직접적인 시장금리 상승의 원인으로 관세 논란에 기인한 국채 수급 부담을 지목한 바 있다.

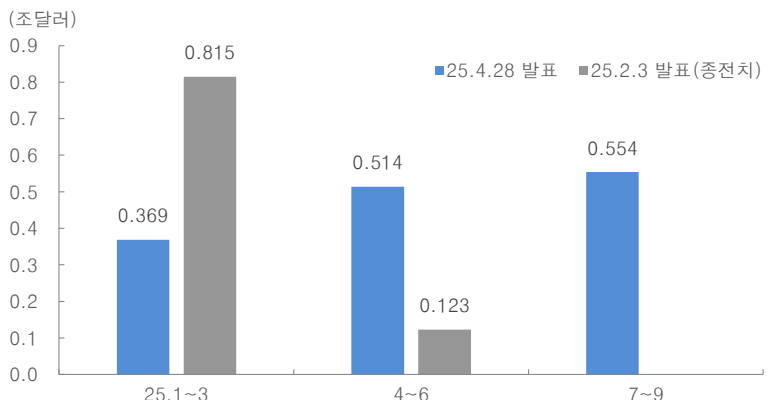
이처럼 정책에 대한 신뢰도 저하 및 수급 부담으로 시장금리가 큰 폭으로 상승한 가운데 최근 미국 재무부가 밝힌 2분기 이후 자금조달계획 역시도 채권시장에 적잖은 부담으로 작용할 것으로 보인다.

28일(현지시각) 미국 재무부가 공개한 2분기 미국 정부의 자금 차입 계획 규모는 5,140억달러로 지난 2월에 밝힌 수치인 1,230억달러에 비해 큰 폭으로 증가했다. 미 재무부는 2개월 마다 한번씩 분기 단위로 차기 및 그 다음 분기의 차입 계획을 발표하는데, 이번에 공개된 2분기 수치는 직전(2월)에 발표된 값보다 크게 늘어났다.

미국 정부는 1분기에 3,690억달러를 차입한 바 있는데 이번에 공개된 2분기 조달 계획은 단순 규모 면에서도 앞선 분기 값을 웃돈다. 함께 발표된 3분기 조달 계획 역시 5,540억달러로 2분기보다 높은 수치인데, 이로써 미국 정부는 1분기부터 3분기까지 자금조달규모는 분기별로 계속해서 늘어날 전망이다.

미국 국채금리는 올해초부터 3월까지 점진적인 하락세를 보인 반면 상호 관세 논란이 극심했던 4월부터 변동성을 크게 분출하며 상승했다. 관세로 촉발될 수 있는 인플레이션 우려에 더해 관세를 통해 세수를 확보하겠다는 의지를 강력하게 밝힌 트럼프 대통령의 발언 충격이 더해진 장기금리 급등이었다.

미국 정부의 분기별 자금 차입 규모와 예상치: 2Q 자금 조달, 2월 예상 보다 급증



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center(1분기 3,690억달러는 차입 확정치)

미중 갈등 소화 중, 주도주 악재에도 코스피 흐름 견조

- 미중 협상, 실적&경제지표 경계 속 정중동(靜中動)
- 산업은행, 한화오션 지분매각 시도
- 업종별 이슈에 따른 순환매

미중 협상, 실적&경제지표 경계 속 정중동(靜中動)

미-중 무역 갈등은 협상을 주장하는 미국 베센트 재무장관의 발언과 이를 부인하는 중국 외교부 대변인 발언 이어지며 입장 반복, 뚜렷한 진전이 나타나지 않았음. 그러나 정제된 메시지로 추가적인 확전 양상은 아닌 모습. 무역 갈등 우려는 정점을 통과하며 증시 변동성 완화되는 중.

전일 시장을 움직일만한 매크로 이슈는 없었음. 미국 주요 빅테크(애플, 메타, 마이크로소프트, 아마존) 실적과 주요 경제지표(PCE물가, 미국 GDP, 고용보고서) 발표 앞둔 경계심리에 글로벌 증시 등락 제한적

한편, 코스피는 기관 & 외국인 선물 수급과 업종별 이슈에 따라 견조한 흐름 유지
산업은행, 한화오션 지분매각 시도

국내증시는 한화오션이 산업은행의 지분매각 소식에 -12% 급락. 올해 주도주이던 조선 & 방산 업종의 투자심리 악화로 이어지며 차익실현 매물 출회. 산업은행은 한화오션의 전신인 대우조선해양의 공적자금 투입, 조선산업의 구조조정 과정에서 부실채권의 출자전환을 통해 25년동안 지분을 보유.

산업은행은 은행 건전성 지표인 BIS 자기자본 비율을 낮추기 위해 자산매각 & 자본(현금) 확충이 필요한 상황. 기업 펀더멘털 이슈가 아닌 재무건전성에 의한 단기 수급 변화. 장기 추세에서의 기업가치 영향은 제한. 그럼에도 지분가치 변화에 따른 한화 계열사 주가하락과 함께 조선 & 방산 섹터 투자심리에 영향

관련종목: 한화오션(-12.1%), 한화시스템(-7.1%), 한화에어로스페이스(-2.2%) 등
업종별 이슈에 따른 순환매

외국인 순매도 운송장비 · 부품 업종에 집중. KOSPI200 선물 수급은 외국인 5천억 원대 순매수 유입. 외국인 수급 여타 업종으로 이동하며 순환매 나타나는 모습

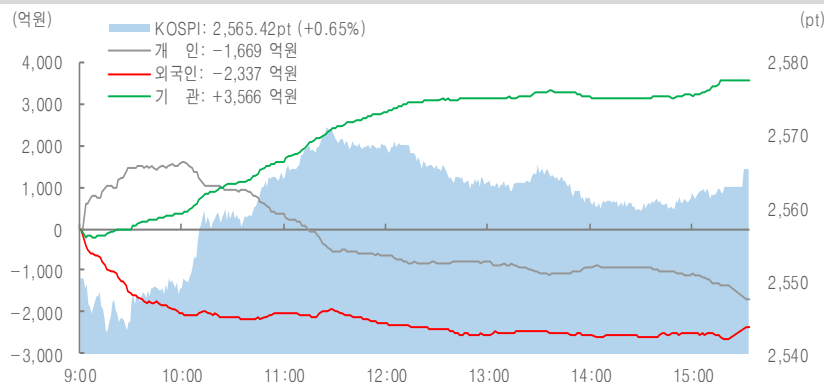
전력기기&원자력: 스페인, 포르투갈 대규모 정전에 전력 인프라 문제 부각
LS ELECTRIC(+8.3%), 산일전기(+13.2%), 비에이치아이(+12.5%) 등

한한령 해제 기대, 한국인 아이돌 그룹 EPEX 중국 단독공연 성사, 실적 호조

미디어/엔터: JYP Ent(+5.2%), 와이지엔터(+4.0%), 스튜디오드래곤(+8.7%) 등

화장품: LG생활건강(+6.9%), 아모레퍼시픽(+2.4%), 코스메카코리아(+2.3%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

삼성전기 (009150)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

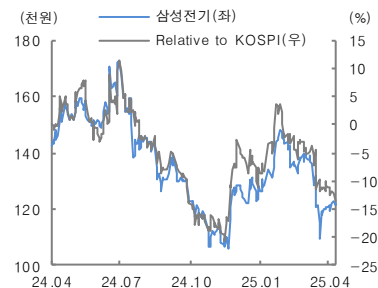
121,800

(25,04,29)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2565.42
시가총액	9,260십억원
시가총액비중	0.43%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	172,700원 / 105,600원
120일 평균거래대금	418억원
외국인보유율	32.06%
주요주주	삼성전자 외 5 인 23.85% 국민연금공단 10.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.4	-4.9	1.3	-19.5
상대수익률	-10.6	-6.0	3.4	-15.7



Results comment

1Q 호조, 체질 변화에 주력

- 1Q25 영업이익은 2,005억원(9.2% yoy/74.3% qoq), 컨센서스 상회
- 중국 EV향 MLCC 공급 증가, 믹스 효과로 수익성 견인
- 휴머노이드, 유리기판 등 중기적으로 신성장 추진

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 180,000원 유지

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 180,000원(2025년 목표P/E 19.6배(5개년 상단 평균)적용)유지. 2025년 1Q 영업이익은 2,005.5억원으로 9.2%(yoy), 74.3%(qoq) 씩 증가 등 종전 추정(2,113억원) 하회, 컨센서스(1,977억원) 부합으로 판단. 전체 매출은 2.74조원으로 4.8%(yoy), 9.9%(qoq) 증가 등 컨센서스 상회. 갤럭시S25 효과로 카메라모듈 매출이 증가, MLCC도 중국 EV향 매출 확대 등 우려대비 양호한 실적으로 평가. 2Q25 영업이익은 2,206억원으로 10%(qoq) 증가 예상. 2025년 상반기 최선호주를 유지

2025년 영업이익 22%(yoy) 증가 추정/ 휴머노이드, 유리기판, FC BGA 확대

투자포인트는 1) MLCC 중 전장향 매출 증가로 믹스 효과가 진행 중. 중국이 내수 부양 과정에서 이구환신 정책 확대. 스마트폰 등 IT기기에서 온디바이스 적용으로 고용량 중심의 MLCC 수요 증가도 견조 전망. 추가로 중국 EV 업체로 공급이 증가하여 전체 가동률이 상승(고정비 절감), 믹스 효과(EV향 수익성이 IT향대비 높음)로 MLCC의 영업이익률이 개선 예상

2) 중기적으로 휴머노이드, 유리기판 사업을 추진하여 신성장 확보에 주력. 미국의 관세 정책과 중국과 갈등으로 IT기기의 수요 전망에 불확실성이 높아짐. 그러나 MLCC는 전장용 매출 확대, FC BGA는 Si향 비중 증가, 카메라는 휴머노이드와 전장향으로 포트폴리오 다각화가 진행되면서 이익의 변동성이 과거대비 낮아질 것으로 판단

2025년 1Q 영업이익 9.2%(yoy) 증가/ MLCC 가동률 확대, 믹스 효과

2025년 1Q 매출(2.74조원)과 영업이익(2,005억원)은 각각 4.8%(yoy), 9.2%(yoy) 씩 증가. 부문별 매출 증가는 패키지가 17%(yoy), 컴포넌트 19%(yoy), 광학솔루션이 12% 감소, 기판 중 FC BGA 매출은 20%(yoy) 증가

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,613	2,492	2,681	2,739	4.8	9.9	2,695	2,721	5.5	-0.6
영업이익	183	115	211	201	9.2	74.3	200	221	6.0	10.0
순이익	183	208	186	134	-27.0	-35.8	178	181	4.7	35.0

자료: 삼성전기 | FnGuide, 대신증권 Research Center

대덕전자 (353200)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

20,000

유지

현재주가

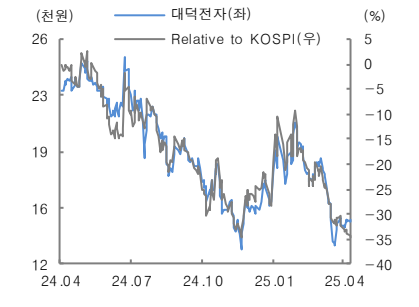
14,700

(25.04.29)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2565.42
시가총액	743십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	24,900원 / 12,870원
120일 평균거래대금	77억원
외국인지분율	9.66%
주요주주	대덕 외 5 인 32.76% 국민연금공단 8.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.3	-26.5	-10.2	-37.6
상대수익률	-12.6	-27.3	-8.4	-34.6



점진적인 턴어라운드, 2Q 흑자전환 예상

- 1Q25 영업이익은 -62억원(적지 qoq/yoy), 컨센서스 하회
- 2Q25 영업이익은 60억원 흑전(qoq/-44.9% yoy) 추정
- 2025년 2Q A항 MLB 매출 시작 / 하반기 FC BGA 매출 증가 예상

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 20,000원 유지

2025년 1Q 매출은 2,153.8억원, 영업이익은 -62.2억원을 시현. 영업이익은 종전 추정(-43억원) 및 컨센서스(-38억원)를 하회. 2개 분기 연속으로 영업적자를 시현. 비메모리인 FC BGA 매출 부진 및 낮은 가동률의 지속으로 고정비 부담 확대가 요인. 또한 메모리 계열의 반도체 기판에서 매출 부진, 고객사의 재고조정(낸드 중심) 영향도 반영. 그러나 1Q25 저점으로 2Q 회복(영업이익 흑자전환), 3Q 개선(영업이익 확대)으로 진행. 계절적인 성수기로 진입하는 초기 시점으로 판단. 투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 20,000원 유지

2Q25 흑자전환(qoq) 추정 및 A항 MLB 매출 시작

투자포인트는 1) 2025년 2Q, MLB에서 신규 고객항(A항) 매출이 예상. 반도체 패키지의 정체 구간에서 MLB의 신규 고객 확보, 신규 매출 반영이 실적 개선에 기여 2) 2025년 2Q 전체 영업이익은 60억원으로 3개 분기 만에 흑자전환(qoq)을 전망. 메모리 계열의 반도체 기판이 저점(1Q25)을 지나면서 매출 증가를 추정, 본격적인 수요 회복은 아니지만 턴어라운드는 2Q에 시작 전망. 2Q 매출은 2,313억원으로 7.4%(yoy) 증가 추정

2025년 1Q 영업이익(-62억원)은 적자지속(yoy/qoq), 컨센서스 하회

2025년 1Q 매출은 2,153.8억원(0.3% yoy/4.3% yoy), 영업이익 -62억원(적지 yoy/qoq), 당기순이익 -57억원(적자전환 yoy/qoq), 비메모리인 FC BGA 매출은 488억원으로 전년대비 10.9%(qoq) 증가하나 메모리 기판의 매출은 0.6% 감소하여 고정비 부담이 추가적으로 가중, 전체 반도체 기판 매출은 1.5%(qoq) 증가하나 전년대비 6.3% 감소

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	215	206	215	215	0.3	4.3	216	231	-2.9	7.4
영업이익	-3	-6	-4	-6	적지	적지	-4	6	-44.9	흑전
순이익	2	4	1	-6	적전	적전	0	8	-31.1	흑전

자료: 대덕전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	956	1,096	1,221
영업이익	24	11	21	83	104
세전순이익	28	30	36	101	122
총당기 순이익	25	24	26	76	91
자비자분순이익	25	24	26	76	91
EPS	493	461	504	1,470	1,775
PER	54.9	33.6	29.2	10.0	8.3
BPS	16,857	16,996	17,101	18,188	19,580
PBR	1.6	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	2.9	2.7	3.0	8.3	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출

자료: 대덕전자, 대신증권 Research Center

크라프트온 (259960)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

540,000

상향

현재주가

370,000

(25.04.29)

디지털콘텐츠업종

펍지 저력 재확인, 기대 이상의 신작들

- 1Q 실적은 컨센 상회. 전 플랫폼 견조, 특히, 모바일 중국이 서프를 견인
- 모바일 매출 성장 반영, 2025년 실적 상향 조정. 이에 따라 TP 15% 상향
- 2H25 신작 역시 기대감 높으며, 연간 이익은 20% 이상 성장 전망. 탑픽 유지

투자의견 매수 유지, 목표주가 540,000원으로 상향. 게임주 Top-pick 유지

12MF EPS 27,132원에 Target PER 20배 적용. 목표주가 기존대비 15% 상향. 펍지 모바일 매출 성장을 반영하여, 향후 모바일 매출 역시 상향 조정. 결과적으로 2025년 매출, 영업이익 각각 기존대비 7%, 11% 상향 조정하면서 목표주가 상향

힘 빼고도 매출과 이익 모두 성장

1Q25 매출액 8,742억원(YoY 31%, QoQ 42%), 영업이익 4,573억원(YoY 47%, QoQ 112%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센을 큰 폭으로 상회

1) PC 매출 3,235억원(YoY 33%, QoQ 39%) 기록. 펍지 2,856억원, inZOI 약 302억 원으로 추정. 1Q25 스팀 평균 트래픽은 약 75만명이었으나, 8주년 기념 G-coin 무료 배포 등의 업데이트에 따라 ARPU는 YoY 감소한 것으로 판단. inZOI의 경우, 1분기 4일 동안 반영되는 판매량 약 70만장 추정. 2) 모바일 매출 5,324억원(YoY 32%, QoQ 47%) 기록. 전 지역 모두 견조했는데, 특히, 중국이 모바일 매출의 호실적을 견인한 것으로 판단. 영업비용 4,169억원(QoQ 4%) 기록. 신작 출시에도 불구하고, 마케팅비는 오히려 QoQ 40% 감소. 대규모 마케팅 없이도 흥행 성과를 거둔 점을 감안하면, 동사의 hit-ratio는 개선되고 있는 것으로 판단

상반기 펍지에 얹은 인조이, 하반기도 얹어질 기대작

신작 'inZOI'는 3/28에 얼리엑세스로 출시한 이후, 일주일만에 100만장 이상을 판매. 이 중 95% 이상이 글로벌 판매로 회사 발표. 2025년말까지 누적 150만장 이상 판매는 무난할 것으로 예상되며, 이는 과거 스팀에서 AAA급으로 정식 출시된 국내 게임들과 유사한 수준. 크라프트온은 이번 성과를 통해 펍지 외에 장기 서비스 가능한 신규 IP를 확보한 것으로 판단. 하반기엔 inZOI보다 빠른 속도로 기대감이 확산되고 있는 신작 '서브노티카2'(위시리스트 4위)가 얼리엑세스로 출시될 예정. 특히, 최근까지도 전작의 인게임 플레이 영상이 유튜브에 다수 업로드되는 등 IP 인지도는 상당히 높은 수준으로 판단. 이에 따라 단기간 내 글로벌 IP의 추가 확보가 또 다시 가능해진 상황. 뿐만 아니라 회사는 펍지IP 기반의 신작 3종을 개발 중이며, 이 중 하나인 '펍지 블라인드 스팟'을 하반기에 출시할 예정

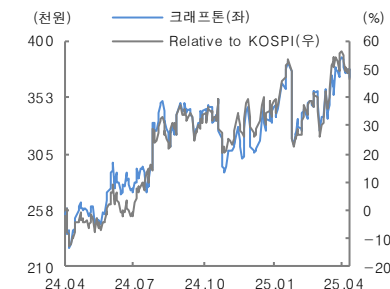
IP가 추가되면서, 1) 신작들의 출시 속도가 빨라지고 있으며, 얼리엑세스/커뮤니티 기반 전략을 통해 2) 대규모 마케팅 없이도 hit-ratio를 개선 중. 이러한 점을 고려할 때 동사는 글로벌 peer의 평균 멀티플(20x) 부여가 적절하다고 판단. 기존 펍지 라인업과 신작들의 실적 기여가 더해지면서 2025년 연간 이익 성장은 YoY 20% 이상 전망. 주가 상승 속도 보다 가파른 이익 성장 고려 시 동사는 여전히 밸류 매력도가 높은 종목. 게임주 탑픽 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	666	618	811	874	31.3	41.6	794	756	6.9	-13.5
영업이익	311	215	403	457	47.3	112.2	386	313	-5.8	-31.6
순이익	350	492	338	388	10.9	-21.1	332	280	-18.1	-27.9

자료: 크라프트온, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2565.42
시가총액	17,727십억원
시가총액비중	0.83%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 239,500원
120일 평균거래대금	541억원
외국인지분율	41.74%
주요주주	장병규 외 31 인 22.76%
	IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 13.86%



하이브 (352820)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

310,000

유지

현재주가

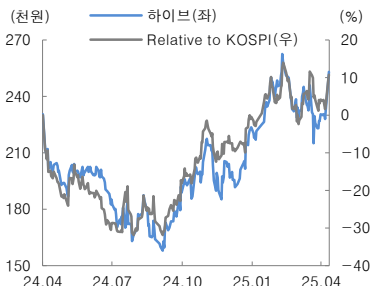
(25.04.29)

253,000

엔터테인먼트업종

KOSPI	2565.42
시가총액	10,538십억원
시가총액비중	0.49%
자본금(보통주)	21십억원
52주 최고/최저	262,500원 / 158,000원
120일 평균거래대금	442억원
외국인지분율	19.23%
주요주주	방시혁 외 9인 32.48% 넷마블 9.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.2	14.2	28.8	23.4
상대수익률	4.9	12.9	31.4	29.3



공연&MD 매출 호조세 지속

- OP 컨센 하회는 일회성 비용에 기인. 2분기 활동 집중되어 가파른 회복 전망
- 올해 기대포인트인 공연과 MD 성장세 지속. 모객 규모 및 ATP 기대치 상회
- 2Q 모멘텀 풍부하며 6월에는 BTS 컴백과 세븐틴 월드투어 발표 모멘텀 예상

투자의견 Buy 및 목표주가 31만원으로 업종 내 최선호주 유지

목표주가는 2025E 지배주주 EPS 7,224원에 Target PER 43배를 적용하여 산정
올해의 기대포인트인 공연 및 MD 중심의 성장세는 기대치를 상회. 2024년 공연 172회를 진행했는데 올해에는 4월 말 기준 이미 150회가 공개되었으며, 하반기 공연 일정 발표 시 약 200회를 상회하는 규모로 성장할 전망. 회당 모객수 역시 전년 대비 증가하고 있으며 P에 해당하는 평균공연티켓 가격도 높은 수요에 따라 증가세. 2분기에도 ATP 현재 수준 유지 시 매출 상향 조정할 계획

2분기에는 투어스, 앤티, 보넥도, BTS(진), 세븐틴, 엔하이픈 등 아티스트 신보 발매가 집중되어 있어 모멘텀이 풍부. 활동 이후에는 기다려온 공연 일정을 발표할 것으로 예상됨. 6월에는 오랫동안 기다려온 BTS의 제대와 기대치를 상회하는 세븐틴 월드투어 발표로 양호한 주가흐름 지속될 전망. 업종 내 최선호주 유지

1Q25 Review: 공연&MD 매출 호조세 지속

매출액 5,006억원(YoY +38.7%, QoQ -31%), 영업이익 216억원(YoY 50.3%, QoQ -66.9%) 기록. 2분기 아티스트 활동이 집중되며 1분기는 쉬어가는 모습. 우려하던 원가율은 예상치 부합하였으나 주가 상승에 따른 주식보상비용 일회성으로 발생하며 당사 추정치 및 컨센 하회. 다만, 공연과 MD 호조세는 지속되어 올해 기대하는 공연 중심의 성장세는 지속되는 모습으로 긍정적

[음반] 1,365억원(YoY -5.9%, QoQ -45.8%) 예상치 소폭 상회. 세븐틴의 유닛인 부석순, 호시X우지와 여자친구, 르세라핌 신보 발매 및 구보 합산 음반판매량 267만장 기록. 하이브 아메리카 소속 아티스트 활동 재개로 음원은 매출 성장세

[공연] 1,552억원(YoY +252.3%, QoQ -17.8%) 예상치 상회. 제이홉, 세븐틴, TXT, 엔하이픈, 보넥도 등 월드 투어 모객 82만명(YoY +169%) 성장. 특히 ATP는 20.6만원으로 전년 대비 +30% 증가하며 예상치 상회. 제이홉의 미국 공연 흥행과 글로벌 티켓 가격 상향 조정한 결과로 올해 ATP 상향 조정

[MD] 1,064억원(YoY +75.2%, QoQ -29.7%) 기대치 부합. 제이홉 포함 투어관련 상품들 매출 호조세가 지속되고 있으며 캐릭터 상품 출시, 팝업스토어, 위버스 등 상시 MD 매출도 기대 이상의 성과를 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25P			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	361	726	476	501	39	-31	473	726	13	45
영업이익	14	65	25	22	50	-67	32	97	90	348
순이익	17	-29	37	59	242	흑전	42	86	492	1726

자료: 하이브, FnGuide, 대신증권 Research Center

강원랜드 (035250)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

21,000

유지

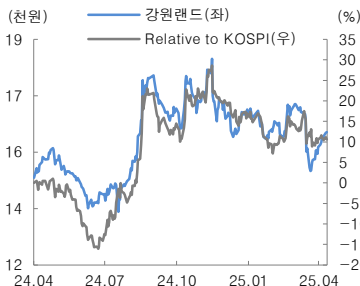
현재주가
(25.04.29)

16,120

레저업종

KOSPI	2565.42
시가총액	3,449십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	107십억원
52주 최고/최저	18,400원 / 13,650원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	12.77%
주요주주	한국관광공사 36.27% 강원도개발공사 6.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-2.8	-6.0	6.1
상대수익률	-4.0	-3.9	-4.0	11.2



견조한 탑라인 성장세 기대치 부합

- 1Q 방문객 수 및 드롭액 각각 YOY +5%, 5.5%로 질적 성장세 지속
- 올해 9월K-HIT 마스터 플랜 발표 예정. 新성장동력 가시화되는 시점
- 폐광기금 소용 승소 시 배당수익률 7% 예상되어 배당 매력 확대될 전망

투자의견 매수, 목표주가 21,000원 유지

지난해 4분기에 이어 방문객 수 및 드롭액 반등세는 지속되는 모습으로 긍정적. 올해 9월에는 K-HIT 마스터 플랜이 발표될 예정으로 미래 성장성을 확인할 수 있는 시기로 판단. 현재까지 발표된 내용은 2027년 12월 임시카지노 영업장 개장을 통한 카지노 매출 확대와 2032년에는 카지노 및 호텔 신축 완공할 계획. 새로운 성장 동력 가시화될 시 10배 수준에 머물러 있는 멀티플 상향 조정될 계기로 작용할 것으로 기대

한편, 1분기 불안한 업황 속 금융이익이 전년 대비 -63% 감소하며 배당 재원 감소에 대한 우려가 존재. 다만, 올해에는 기다려온 폐광기금 취소 소송 3심 결과가 발표될 것으로 예상됨. 승소 시에는 1,887억원 반환될 것으로 기대되며 현 주가 기준 배당수익률 약 7%로 높은 배당 매력 지속될 전망

1Q25 Review: 견조한 탑라인 성장세 기대치 부합

연결 매출액 3,661억원(QoQ +6.2%, YoY-0.6%), 영업이익 714억원(QoQ +77.6%, YoY-5.8%)으로 당사 추정치 및 컨센서스 부합

[카지노] 3,169억원(YoY +0.2%, QoQ +4.6%)으로 호실적 기록. 1분기 방문객 수 63.5만명(YoY +5.0%), 드롭액 1,46조원(YoY +5.5%)으로 기대치를 상회했으며 홀드율도 23.7%로 높은 수준 유지

[비카지노] 487억원(YoY -7.3%, QoQ +17.8%) 기록. 방문객 수 및 스키 매출 성장세에도 호텔 매출 전년 대비 YoY -12% 감소한 영향

[비용] OPM 20%로 예상치 18%를 상회했는데 이는 명예퇴직금 약 40억원이 1분기에 반영된 지난해와 달리 올해에는 2분기부터 반영되었기 때문. 2,3,4분기에는 각각 40억원, 40억원 45억원 반영될 예정

[기타] 금융이익은 YoY -63% 1분기 부진한 업황에 기인. 4월은 반등세로 2분기 회복될 것으로 기대. 지난해 기부금 1분기 156억원 2,3분기 각각 25억원, 19억원 반영되었는데 올해는 4월 기부금 150억원 반영되어 연간 기부금 규모는 전년과 비슷한 수준으로 예상됨

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25P			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	368	345	379	366	-1	6	370	348	3	-5
영업이익	76	43	68	71	-6	67	75	67	-9	-6
순이익	93	112	75	84	-10	-25	93	80	-50	-4

자료: 강원랜드, FnGuide, 대신증권 Research Center

에스티팜
(237690)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

140,000

유지

현재주가

78,200

(25,04,29)

제약업종

실적은 매 분기 성장,
하반기 모멘텀도 보유

- 1Q25 연결 매출 524억원(+1.4%yoy), 영업이익 10억원(-45.5%yoy)
- 원가율 상승 및 각종 비용 증가로 컨센서스 하회하는 실적 기록
- 연내 납기 예정 올리고 약 2,200억원으로, 연간 매출 목표 달성 가능 전망

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

목표주가는 DCF 밸류에이션 방식으로 산출. 제2올리고동 가동률이 100%에 도달할 것으로 추정되는 33년까지 현금흐름을 현금화하여 총 기업가치 2.7조원으로 산정. 동사 기업가치의 핵심 성장 동력은 올리고 CDMO 사업으로, 25-26년 동사가 원료를 공급하는 파이프라인이 기존 2개에서 6개로 증가할 예정. 상업화 물량 증가로 큰 폭의 실적 개선이 기대되며, 4Q25 제2올리고동 가동으로 신규 파이프라인 수주도 가능함에 따라 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

1Q25 Review: 1분기 비용 증가로 실적 부진하나 매 분기 성장 전망

[1Q25 연결] 매출액 524억원(+1.4% yoy), 영업이익 10억원 (-45.5% yoy), OPM 2.0%, [별도] 매출액 447억원(+1.5% yoy), 영업이익 27억원(-51.6% yoy), OPM 6.0%로 매출 및 영업이익 컨센서스 하회하는 실적 기록. 올리고 매출은 376억원(+8.8% yoy) 달성. 고지혈증 치료제 264억원, 혈액암 치료제 61억원으로 상업화 매출 증가하며 전년 동기대비 성장. Small Molecule 매출 11억원(-73.6% yoy)로 미토콘드리아 결핍 증후군 매출 감소에 따라 전년 동기 대비 감소. 영업이익은 원가율이 높은 올리고 매출 증가 및 연구개발비 등 비용 증가로 부진한 실적 기록

다만, 자회사인 CRO 수주 증가와 작년 레바티오 테라퓨틱스(미국 신약개발 자회사) 청산 효과로 연결 영업이익 훼손 금액이 -37억원에서 -17억원으로 크게 감소한 점은 긍정적. 올해 4월까지 수주잔고는 Small Molecule 약 400억원, mRNA 약 30억원, 올리고 수주 잔고는 3,260억원 달성. 올리고 수주 잔고의 80%(약 2,200억원)가 연내 납기예정인 점을 감안하면, 연간 매출 목표 3,200억원(+20% yoy)은 충분히 달성 가능할 것으로 판단하며, 1분기가 가장 낮고 매 분기 성장하는 실적이 가능할 것으로 판단함

하반기 풍부한 모멘텀 보유: FDA 승인 및 3상 결과 발표 예정

25년 8월 21일 동사가 올리고 원료를 공급하는 유전성 혈관부종 치료제의 FDA 승인이 예정. FDA 승인 전후로 상업화 초도 물량 수주가 기대됨. 하반기에는 중증 고지혈증 치료제 임상 3상, 동맥경화증 치료제 임상 3상 결과 발표 예정. 긍정적인 임상 3상 결과 발표시, 추후 승인 및 상업화 기대로 동사 주가에 상승 모멘텀으로 작용할 가능성이 높음

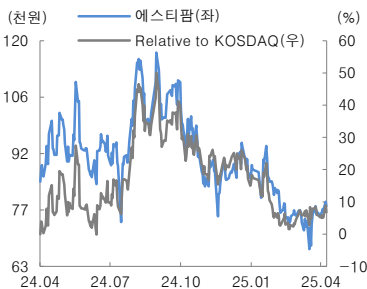
(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	52	116	67	52	1.4	-54.7	61	61	37.6	17.1
영업이익	2	23	5	1	-45.5	-95.5	4	5	흑전	369.3
순이익	6	13	4	1	-88.1	-94.2	5	7	596.2	847.2

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	726.46
시가총액	1,576십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	117,000원 / 67,300원
120일 평균거래대금	131억원
외국인지분율	5.84%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인 38.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-10.5	-17.4	-12.0
상대수익률	0.8	-10.2	-15.4	5.3



▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.